

# 中国地方政府公共资本融资： 问题、挑战与对策\*

## ——基于地方政府融资平台债务状况的分析

刘煜辉 沈可挺

**〔摘要〕**本文通过对地方政府融资平台债务现状的分析,对当前中国地方政府公共资本融资模式面临的问题与挑战进行了探讨。当前因地方融资平台债务激增导致的地方政府债务风险所反映的不只是中央与地方财政分权不当的问题,还深刻地反映了现有的公共资本投融资体制存在的缺陷。为了加快推进地方政府金融管理体制的改革,构建地方政府公共资本投资的可持续融资模式,现阶段需要一种综合性的解决方案:一是彻底改变当前以地方政府融资平台为主体、以土地储备作为抵押支持、以银行信贷作为主要资金来源的地方政府融资模式,构建以市政债券市场为基础的多元化的地方政府公共资本融资模式,促进地方债务的显性化和透明化;二是促进地方政府职能的根本性转变,围绕公共财政建设和服务型政府建设的体制改革目标,推进各级地方政府财政预算及其执行情况透明化,从而强化对公共基础设施建设的长期投资计划及其资本预算约束。

**关键词:** 地方政府 政府债务 融资平台 公共资本 资本预算

**JEL 分类号:** E62 H72 P35

### 一、引言

改革以来,地方政府竞争在中国经济增长过程中起着至关重要的作用。在有关中国经济增长的主流文献中,财政分权的经济激励和地方官员的政治晋升博弈被认为是促使地方政府为促进辖区经济增长而竞争的两个主要原因(如沈立人和戴园晨,1990;Blecher,1991;Oi,1992,1999;Montinola, Qian and Weingast,1995;Qian and Weingast,1996;张维迎和栗树和,1998;何梦笔,1999;Lin and Liu,2000;Blanchard and Shleifer,2001;冯兴元,2001;周业安,2003、2009;周黎安,2004、2007;Jin, Qian and Weingast,2005;张军,2005;沈坤荣和付文林,2006;以及徐现祥、王贤彬和舒元,2007等)。由于道路交通、电力通讯、市政建设等公共基础设施建设投资是促进招商引资进而推动经济增长的重要因素(郭庆旺和贾俊雪,2006a;李永友和沈坤荣,2008;刘生龙和胡鞍钢,2010),基于财政分权的经济激励而展开的招商引资竞争以及基于地方官员政治晋升博弈而展开的“标尺竞争”为地方政府优先发展此类公共基础设施投资提供了非常强劲的动力(张军等,2007;王世磊和张军,2008)。

地方政府为促进经济增长而优先发展基础设施的政策偏向使得地方财政对基础教育、医疗卫生、社会保障等公共服务的资金投入存在显著不足(乔宝云等,2005;傅勇和张晏,2007;周业安和王曦,2008;龚锋和卢洪友,2009),进而使得中国社会面临经济增长与社会发展显著失衡的突出问题(中国社会科学院经济研究所中国经济增长与宏观稳定课题组,2006;吕伟和王伟同,2008)。值

\* 刘煜辉,中国社会科学院金融研究所副研究员;沈可挺,浙江工商大学经济学院副教授,中国社会科学院金融研究所博士后。

得注意的是,削减或挤占本该用于公共服务的财政资金并不足以保证用于基础设施建设的资本预算。在改革开放以来经济持续高速增长的过程中,尽管政府财政收入的增速长期高于经济增长,但地方政府对基础设施的投资资金长期以来主要依靠的却是各种显性或隐性的地方政府债务以及以土地财政为基础的预算外资金支撑(时红秀,2005;胡静林等,2006;沈可挺,2007)。地方政府的自我融资能力对地方经济增长有着非常显著的影响(李扬等,2002;蔡昉和都阳,2003)。这种由地方政府利用行政权力主动开拓财源为公共资本融资的模式被周雪光(2005)称为“逆向软预算约束”现象<sup>①</sup>。以“逆向软预算约束”为特征的地方政府公共资本融资模式在加快基础设施建设投资促进地方经济增长的同时,还会加剧宏观经济波动,甚至使宏观调控政策的传导机制变得更为复杂(沈可挺,2004;沈可挺和郑易生,2006;郭庆旺和贾俊雪,2006b;周业安和章泉,2008;方红生和张军,2009)。更加不容乐观的是,由于缺乏严格的公共资本长期投资计划,“逆向软预算约束”现象很容易使得地方官员以地方债务的爆发性增长为代价扩张公共基础设施建设投资,进而导致较为严重的财政风险。

我们试图通过对地方政府融资平台债务状况的分析,深入探讨中国地方政府公共资本融资模式面临的问题与挑战。当前因地方融资平台债务激增导致的地方政府债务风险所反映的并不仅仅是中央与地方财政分权不当的问题,它还深刻地反映了现有的公共资本投融资体制所存在的缺陷。城镇化是中国经济社会中长期发展战略的一个重要方面。中国许多地方都面临城镇化所要求的公共基础设施建设资金短缺压力。从公共财政角度看,由于公共基础设施建设资金的期限结构特征以及成本收益的代际分布原因,对公共基础设施建设的资本预算有必要寻求可持续的外部融资支持(李扬,2007)。在现有的公共资本投融资体制下,由于缺乏审慎的公共资本长期投资计划和严格的公共资本预算约束,地方政府基础设施建设的投资规模在很大程度上取决于地方财政可获得的资金规模;由于地方政府不享有进行市场化融资的合法的体制通道<sup>②</sup>,对公共基础设施建设的资金需求难以通过外部融资得到合理满足(刘焯辉和沈可挺,2009);但是当前地方融资平台债务激增的事实则表明,地方政府及其下属机构实际上很容易通过土地抵押或者财政担保的方式突破财政预算或法律约束实现对外举债。在当前地方政府主导辖区经济运行的体制环境下,试图通过单纯的商业银行内部体系改革来达到遏制地方政府过度举债行为的目标将是一项非常艰巨的任务;而通过地方融资平台举债导致的地方政府债务隐性化趋势则使得监管当局对于地方政府债务风险的监控变得更为困难。如果缺乏更为有效的债务治理机制,地方政府债务急剧膨胀可能引发较为严重的财政风险和金融风险。

我们提出,当前需要一种双管齐下的解决方案,以推进地方政府金融管理体制改革,构建地方公共基础设施建设的可持续融资模式:一是彻底改变当前以地方政府融资平台为主体、以土地储备作为抵押支持、以银行信贷作为主要资金来源的地方政府融资模式,构建以市政债券市场为基础的多元化的地方政府公共资本融资模式,促进地方债务的显性化和透明化;二是促进地方政府职能的根本性转变,围绕公共财政建设和服务型政府建设的体制改革目标,推进各级地方政府财政预算及其执行情况的透明化,强化对公共基础设施建设的长期投资计划及其资本预算约

<sup>①</sup> 周雪光(2005)提出的“逆向软预算约束”理论概括了地方政府利用行政权力“自上而下”向其管辖区域内其他组织和个人索取资源以突破预算限制的行为;马骏和刘亚平(2005)利用“逆向软预算约束”理论简要解释了地方政府通过主动积累债务以财政风险的不断增加为代价谋求经济增长和地方政绩的问题。

<sup>②</sup> 我国《预算法》第3条规定,“各级政府预算应当做到收支平衡”;第28条规定,“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制,不列赤字。除法律和国务院另有规定外,地方政府不得发行地方政府债券”。《担保法》第8条规定,“国家机关不得作为保证人,但经国务院批准为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行转贷的除外”。这些规定意味着地方政府没有合法融资和对外担保的体制通道。

束。本文的结构安排如下:第二节主要分析当前地方政府对公共基础设施的投资扩张以及由此导致的地方政府债务膨胀问题;第三节探讨当前以地方政府融资平台为主体、以土地储备作为抵押支持、以银行信贷作为主要资金来源的公共资本融资模式存在的缺陷及其成因;第四节在综合分析地方融资平台造成的地方政府债务隐形化问题的基础上提出构建以市政债券市场为基础的地方政府公共资本融资模式;最后是结论与政策建议。

## 二、投资扩张引发的债务膨胀:基于地方融资平台贷款投向的分析

地方政府债务并不是一个新问题。韩俊(2002)、贾康和白景明(2002)、魏加宁等(2004)以及时红秀(2007)等均曾对地方政府债务的成因及其影响问题进行过较为深入的研究。2009年下半年以来,随着地方政府融资平台贷款规模的激增,有关地方政府债务风险的问题逐步暴露并再次引起社会各界的高度关注。由于缺乏可靠的数据信息,各界对地方融资平台的债务规模没有一个准确的统计,诸多测算结果相互之间存在较大差异。不少国际投行机构和一些海外观察家也都先后根据各自所掌握的信息对地方融资平台的债务规模进行了估测,但其中有一些各界广泛关注和引用的计算结果在很大程度上夸大了真实情况,从而使得对地方政府债务风险的评估,在一定程度上转向对全球金融危机过后的经济刺激政策效果和经济回升质量的评价,甚至转向对中国经济中长期发展前景的评判(例如史宗瀚,2010)。2010年初以来国际市场上兴起的一些看空中国经济的言论大抵与此有关。

地方融资平台债务问题并没有像史宗瀚(2010)等少数海外观察家描述的那么糟糕。但地方融资平台债务规模增长过快可能导致的财政风险确实已不容回避。魏加宁等(2004)估计截止到2003年前后全国地方政府债务规模大致在1万亿元以上;胡静林等(2006)估计2004年全国地级及以上城市的负债总额约为10800~12000亿元。而中央银行最近的专项调查结果则表明,截至2009年末,地方政府融资平台负债总额约9.76万亿,其中金融机构地方融资平台贷款(不含票据融资)余额约7.38万亿,约占一般贷款余额的20.4%,贷款余额同比增长70.4%,高出同期一般贷款余额增速36.5个百分点;2009年全年金融机构新增融资平台贷款约3.05万亿,约占全部新增一般贷款的34.5%,其中新增融资平台项目贷款约2.34万亿,约占当年全部新增融资平台贷款的76.8%。2009年末地方融资平台贷款余额占当年GDP的比重约为21.7%,较之同期国债实际余额占GDP约17.7%的比重高出4个百分点。

值得注意的是,地方融资平台的举债资金主要是用于地方政府安排的公共基础设施项目建设所需要的资本性支出,而不是用于地方经常性项目支出。从中央银行专项调查的统计数据来看(如表1所示),截至2009年末,流向城市投资建设、交通运输、开发区建设、土地储备和国有资产管理类融资平台公司的贷款余额占金融机构全部地方政府融资平台贷款余额的比重分别为42.8%、22.4%、12.8%、10.4%和10.7%;以上各类融资平台公司2009年新增贷款占全部融资平台贷款新增量的比重分别为42.6%、17.2%、12.8%、13.2%和11.1%;2009年末以上各类融资平台公司贷款余额的同比增速分别为69.8%、46.2%、70.8%、108.5%和74.3%。从融资平台公司贷款余额和贷款新增量占比情况可以看出,城市投资建设和交通运输类平台占据绝对多数地位,两者合计的贷款余额和贷款新增量占比分别为65.2%和59.8%;而从贷款余额增速来看,土地储备类平台贷款增速最高,交通运输类平台贷款增速相对较低。

从地方融资平台项目贷款的实际投向来看,贷款投向主要集中于基础设施建设行业和广义房地产开发行业两大领域。截至2009年末,基础设施行业融资平台项目贷款余额约为3.95万亿,占年末全部融资平台项目贷款余额的69.6%;基础设施行业融资平台2009年全年新增项目贷款1.56万亿,占当年全部新增融资平台项目贷款的63.2%;2009年末基础设施行业融资平台项目贷



款余额同比增长 65.6%。广义房地产开发行业融资平台项目贷款余额约为 3.16 万亿,占年末全部融资平台项目贷款余额的 55.6%;广义房地产开发行业平台全年新增项目贷款 1.48 万亿,占当年全部新增融资平台项目贷款的 60%;2009 年末广义房地产开发行业融资平台项目贷款余额同比增长 88.6%<sup>①</sup>。租赁和商务服务业以及公共管理和社会组织类平台项目贷款 2009 年末的贷款余额分别为 0.6 万亿和 0.53 万亿,占年末全部平台项目贷款余额的比重分别为 10.6%和 9.4%;这两类平台当年分别新增项目贷款 0.35 万亿和 0.3 万亿,占当年全部新增平台项目贷款的比重分别为 14.1%和 12.3%;这两者的贷款余额增速相对较高,分别比上年年末增长 138.2%和 132.2%<sup>②</sup>。

表 1 地方政府融资平台项目贷款按实际投向分类状况

| 项目贷款实际投向         | 2009 年贷款余额<br>(亿元、%) |       | 2009 年贷款增量<br>(亿元、%) |       | 余额同比增速<br>(%) |        |
|------------------|----------------------|-------|----------------------|-------|---------------|--------|
|                  | 年末                   | 占比    | 全年                   | 占比    | 年末            | 较三季度增减 |
| 项目贷款总额           | 56745                | 100.0 | 24746                | 100.0 | 77.3          | -5.3   |
| 一、基础设施行业         | 39484                | 69.6  | 15637                | 63.2  | 65.6          | -7.0   |
| 1.水利、环境和公共设施管理业  | 25813                | 45.5  | 10929                | 44.2  | 73.4          | -15.9  |
| 其中:公共设施管理业       | 23215                | 40.9  | 9560                 | 38.6  | 70.0          | -17.7  |
| 水利管理业            | 1468                 | 2.6   | 758                  | 3.1   | 106.8         | 6.7    |
| 环境管理业            | 1128                 | 2.0   | 608                  | 2.5   | 117.1         | 4.5    |
| 2.交通运输业          | 12611                | 22.2  | 4293                 | 17.3  | 51.6          | 3.1    |
| 其中:道路运输业         | 7566                 | 13.3  | 3115                 | 12.6  | 70.0          | 31.2   |
| 城市公共交通业          | 2874                 | 5.1   | 723                  | 2.9   | 33.6          | -36.0  |
| 铁路运输业            | 1618                 | 2.9   | 350                  | 1.4   | 27.6          | -19.6  |
| 3.电力、燃气及水的生产和供应业 | 1060                 | 1.9   | 415                  | 1.7   | 64.4          | 27.1   |
| 二、广义地产开发行业       | 31577                | 55.6  | 14838                | 60.0  | 88.6          | -6.7   |
| 三、租赁和商务服务业       | 6017                 | 10.6  | 3491                 | 14.1  | 138.2         | -9.4   |
| 其中:投资与资产管理业      | 4024                 | 7.1   | 2693                 | 10.9  | 202.3         | 111.0  |
| 四、公共管理和社会组织      | 5335                 | 9.4   | 3037                 | 12.3  | 132.2         | -18.5  |
| 其中:土地储备贷款        | 4338                 | 7.6   | 2585                 | 10.4  | 147.4         | -8.5   |
| 五、建筑业            | 1284                 | 2.3   | 715                  | 2.9   | 125.6         | -1.3   |
| 六、农林牧渔业          | 519                  | 0.9   | 130                  | 0.5   | 33.4          | -7.7   |
| 七、其他行业           | 4106                 | 7.2   | 1737                 | 7.0   | 73.3          | 21.3   |

资料来源:2009 年四季度地方投融资平台贷款情况专项调查,中国人民银行,2010 年 1 月。

综合起来看,地方政府融资平台项目贷款当中约有三分之二的比例直接投向公共设施管理业、交通运输业以及电力、燃气及水的生产和供应业等公共基础设施建设管理项目<sup>③</sup>。值得注意的是,地方政府的举债资金主要是用于由当地政府安排的公共基础设施项目建设所需要的资本性支

① 广义房地产开发行业包括各类开发区、工业园等园区建设、市政公共设施管理以及土地储备等相关的子行业,其中有些部分与基础设施建设业下属的子行业重复。

② 公共管理和社会组织类平台项目贷款当中主要以土地储备贷款为主;截至 2009 年末,公共管理和社会组织类平台项目贷款当中土地储备贷款余额占比约为 81.3%;当年新增的公共管理和社会组织类平台项目贷款中土地储备贷款的增量占比约为 85.1%。

③ 尽管有一些地方政府可能较多地从形象工程、政绩工程、GDP 工程或者从招商引资的角度,而不是从提高居民福利水平、促进社会和谐发展的角度出发来安排公共基础设施项目建设,从而使得融资平台项目贷款的实际投向在一定程度上偏离社会福利最大化的公共资本投资政策目标,但是这些举债资金主要并非用于地方政府经常性服务项目的支出,这是一个基本的事实。

出,而不是用于地方政府经常性服务项目的支出,这一点并不是当前才出现的新情况。在過去十來年間,地方政府舉債進行城市建設已經成爲一種非常普遍的现象<sup>①</sup>。過去幾年以來,在這種“以小財政撬動大城建”的城鎮化建設過程中,地方政府債務問題之所以一度顯得不那麼突出的原因,主要是由於在此期間房地產市場的持續繁榮使得地方政府一方面能夠通過“土地財政”獲取巨額土地出让金收入,另一方面還可以通過地方融資平台利用土地使用權抵押獲取巨額外部融資資金,包括土地使用權抵押貸款以及利用土地使用權支持的城投債券和信託融資。按照現行法律的規定,地方政府不得對外舉債。因此,地方融資平台在某種程度上可以說是地方政府在現有制度框架下爲滿足對外融資需求所採取的創新舉措,它對於地方政府優先發展道路、電力通訊、市政建設等公共基礎設施投資提供了重要的支撐。但是,無論是稱之爲創新還是稱之爲“打擦邊球”,一個基本的事實是,禁止對外舉債的地方政府現有的實際債務存量竟然顯著高於中央財政已發行的國債實際餘額,並且有禁不止。對於發生這種狀況的原因的傳統解釋是地方財政收支狀況吃緊——扣除經常性服務項目支出之後的地方財政根本無力承擔公共基礎設施建設所需要的项目資金。更深層次的原因則進一步涉及到現階段因分稅制財政體制改革不完善所造成的地方政府財權與事權不對等的问题。按照這個分析思路,當前地方融資平台債務激增的根本原因是由於地方財力不足,而不是由於地方公共資本投資預算失控、基礎設施項目建設投資過度等問題所致。問題的症結究竟是在於地方政府財力不足,還是在於預算失控和投資過度?這當中的要害在於,如果地方政府債務激增主要是因地方財力不足所致,治理地方債務的關鍵就在於拓寬地方政府財政收入;而如果地方債務激增主要是因爲地方公共資本預算失控和投資過度所致,那麼關鍵就在於構建遏制地方政府預算失控和投資過度的政策機制。

1994年的分稅制改革對中央與地方的相對財力確實具有根本性的影響。1993年中央與地方之間的財政收入比爲22/78,支出比爲28/72;1994年中央與地方之間的財政支出比爲30/70,與1993年相比變化不大,而財政收入比卻變成了56/44。此後十餘年間,財政體制基本保持着這種“收入上移、支出下移”的大體格局。但是最近幾年來,隨着中央對地方財政轉移支付比例的不斷提高,這種“收入上移、支出下移”的財政收支格局實際上已經發生了較爲顯著變化。以2008年爲例,統計數據表明,當年中央與地方的本級財政收入比約爲53/47,本級財政支出比爲21/79;但是如果考慮到中央對地方22945.61億元的稅收返還和轉移支付支出,中央與地方的財政收入比實際約爲17/83(如圖1所示)。2009年中央本級財政支出爲15279.84億元,比上年增長14.5%;中央對地方稅收返還和轉移支付28621.3億元,比上年增長29.8%。與此形成鮮明對照的是,2009年新增的地方政府融資平台貸款高達3.05萬億,這其中還不包括通過發行信託產品和城投債券等其他渠道舉借的債務。由此可見,儘管當前中央對地方的財政轉移支付制度仍不完善,但是如果我們仍然把地方政府債務激增的成因簡單地歸結爲中央與地方的財政收支劃分“不合理”,似乎已不再是一個非常恰當的解釋;那種一味地強調因中央與地方財政收入比例失衡導致地方債務激增的說法可能已經明顯偏離事實。

對於當前地方政府債務激增的另一個較爲常見的解釋是由於中央政府爲應對全球金融危機而推行的4萬億元投資刺激計劃。根據這個解釋,最近兩年地方政府融資平台公司債務之所以增

<sup>①</sup> 財政部經濟建設司在於2006年完成的一份關於中國城市負債問題的調查報告(胡靜林等,2006)中曾經指出:城市建設債務已經成爲城市本級財政債務的最主要部分;截至2004年,城市建設債務占城市本級債務的比重約爲70%~90%;包括國債轉貸、外債、商業銀行借款和政府性投資公司債務在內的各项城市本級債務項目大多數都是用於城市建設;綜合各地情況看,城市建設債務的增長速度通常都高於城市本級債務增速,1998~2004年間,城市建設債務的平均增長率高達50%,高出城市本級債務增速約10個百分點。

长过快主要是为了完成对中央投资项目的地方配套任务。但是有关部门的统计结果却显示,自2008年四季度以来,地方政府融资平台公司的举债资金大约只有10%左右真正用于解决中央提出的4万亿投资计划中要求地方配套的资金,其余部分主要用于地方政府自行安排的建设项目<sup>①</sup>。换言之,2009年新增地方政府融资平台贷款3.05万亿,截至2009年底,真正用于为中央投资计划配套的资金只有3000亿。另外值得注意的是,截至2010年6月底,前四批扩大内需中央投资项目当中仍有442个项目尚未开工<sup>②</sup>。

尽管地方政府通过举债融资进行城市公共基础设施项目建设具有一定的合理性,但是这并不意味着举债规模能够在促进城市建设或者改善基础设施的名义下无限扩张;尽管推进城镇化发展战略要求许多地方进行大量的城市公共基础设施项目建设,但是这也不意味着地方公共资本投资计划可以在加快城镇化建设步伐的名义下无限膨胀。地方政府融资平台的债务规模自2008年底以来急剧膨胀的事实充分表明,中国当前面临的主要问题在于,迄今为止还没有一个有效的机制能够遏制地方政府进行过度投资的持续冲动。地方政府几乎总是能够找到变通的办法,利用各种途径绕开现行的体制与政策障碍,获取外部融通资金,进而实现将资金用于其所主导的市政建设或公用事业等基础设施项目的建设的目标。正因为如此,许多地方政府在制定城市发展建设规划和公共资本投资计划时几乎不对资本预算设置任何实质性的约束目标<sup>③</sup>。

### 三、银行治理难以遏制过度举债:基于地方融资平台贷款来源的分析

当前不少地方政府的债务风险问题已经比较突出。如果不采取果断的债务治理措施,在未来宏观经济增速趋缓的情况下,少数融资平台贷款债务率过高的城市或地区不排除陷入较为严重的债务危机的可能。

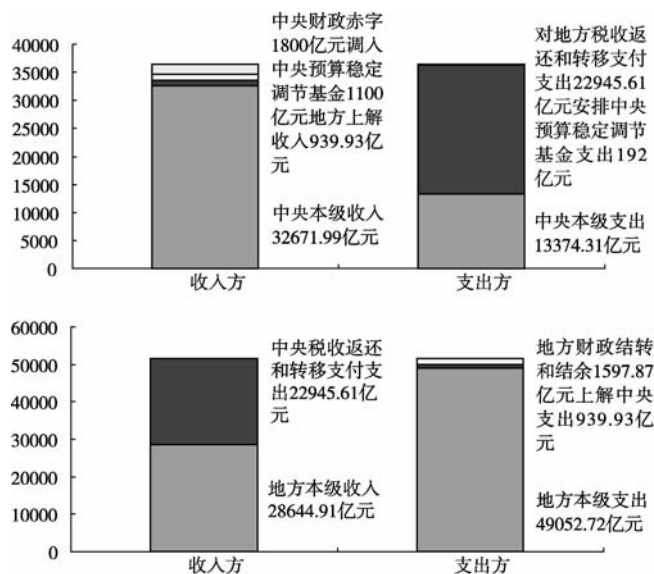


图1 2008年中央与地方的财政收支对比状况

① 参见 [http://www.gov.cn/gzdt/2010-08/19/content\\_1683661.htm](http://www.gov.cn/gzdt/2010-08/19/content_1683661.htm),“财政部、银监会等部门负责人就《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》答记者问”,2010年08月19日。

② 参见国家发改委于今年8月9日下发的《关于抓紧做好扩大内需中央投资项目有关工作的紧急通知》(发改电〔2010〕288号)中披露的信息。

③ 例如,早在2003年前后就有183座城市提出要建设“国际化大都市”,约占当时全国667座城市总数的27%。这么多城市发展定位不切实际,盲目追求城市建设的高标准和高速,根本原因就在于完全无须考虑资本预算约束,无须考虑财政可行性和融资可持续性问题。

④ 我们认为,未来真正能支撑地方政府用于偿还融资平台债务的真实偿债能力将主要依靠地方政府性基金收入中的土地出让金以及来自地方一般预算收入的部分资金安排。

根据平台贷款债务率指标测算的地方政府融资平台债务状况显示<sup>④</sup>,截至2009年末,全国共有12个省区的平台贷款债务率指标超过100%(参见图2)。但是,如果按照平台贷款债务率[4]指标的测算结果,除了广东、内蒙和西藏等3个省区之外,全国共计有28个省、自治区和直辖市的平台贷款债务率指标超过100%;江苏、河北、宁夏、新疆、贵州、天津、四川和湖南等8个省区的平台贷款债务率指标超过150%;上海、海南、广西、甘肃、陕西、重庆、云南和吉林等8个省区的平台贷款债务率指标超过200%;青海和湖北两省的指标超过300%(参见图2)。尤其值得注意的是,根据我们采用平台贷款债务率指标对全国110个中心城市政府融资平台贷款状况的测算结果,共有91个城市的平台贷款债务率指标超过100%,有62个城市的指标超过150%,42个城市超过200%,17个城市超过300%,8个城市超过400%(参见表2)。

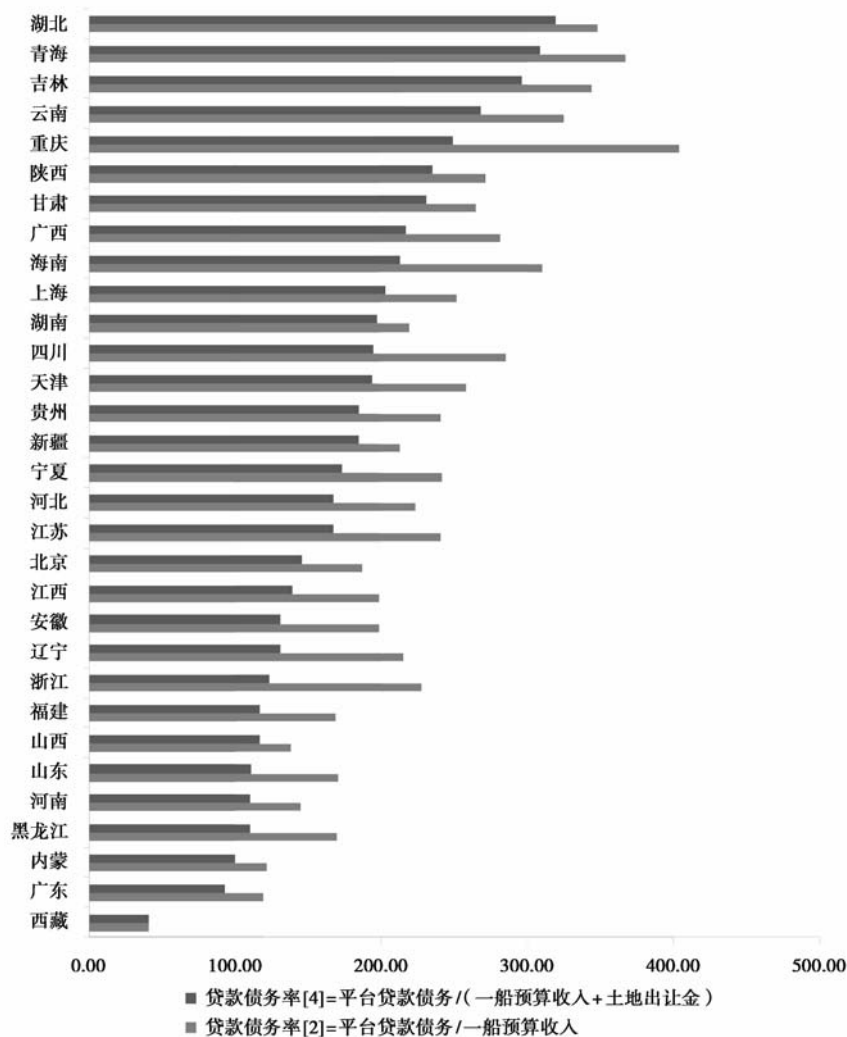


图2 按不同口径测算的各省区地方融资平台贷款债务率状况

资料来源:中国地区金融生态环境评价课题组。

如何在努力化解地方融资平台债务风险的同时寻求对地方政府债务的长效治理机制,这是当前各界普遍关注的一个重要议题。为此,我们首先需要搞清楚的问题是,地方政府为什么能够从金融机构获取巨额信贷资金?通过调查可以发现,尽管相关的法律法规禁止地方政府合法举债,但是



地方政府却几乎总是能够通过层出不穷的融资模式“创新”绕开各种金融市场准入门槛,进而实现其融资目标。相关的统计数据表明,实际上商业银行目前已经超越政策性银行而成为地方融资平台最主要的资金提供者。问题主要是出在商业银行身上吗?似乎并不完全是。过去几年以来,中国对银行体系的改革已经取得显著进展。在股份制商业银行不断发展的同时,大型国有商业银行在经过财

务重组、股份制改造和股票公开上市等一系列强有力的改革之后,其内部治理结构和风险管理机制也在日趋强化。这些改革措施对于防范地方政府对银行信贷决策的不当干预应该能够起到非常积极的作用。但是事实表明,实际上地方政府通过组建各种形式的融资平台,仍然能够轻而易举地越过商业银行及其监管机构设置的各种信贷标准。这说明在当前的体制环境下,试图通过单纯的银行体系改革来达到遏制地方政府过度举债行为的目标仍然是一项非常艰巨的任务。

通过进一步分析地方融资平台贷款在政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、城市信用社、邮政储蓄银行以及农村合作金融机构等各类金融机构之间的具体分布状况,可以对这个问题有一个更为清晰的认知。根据中央银行的专项调查数据,从2009年末地方融资平台贷款余额在不同类型金融机构间的分布状况来看,国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行三家政策性银行地方融资平台贷款余额占全部金融机构融资平台贷款余额的比重分别约为23.3%、7.8%和0.2%,城市商业银行地方融资平台贷款余额占比约为7%，“工农中建”四大国有商业银行的占比分别为10.4%、6.8%、7.3%和8.8%，包括交通银行在内的十三家股份制商业银行融资平台贷款余额合计占比约为22.4%；从2009年新增地方融资平台贷款占比状况来看,国家开发银行占比约为13.9%，中国农业发展银行和中国进出口银行占比分别为4.9%和0.3%，“工农中建”四大国有商业银行合计占比约为40.8%，十三家股份制商业银行合计占比29.1%；从2009年地方融资平台贷款余额增长状况看,国家开发银行和中国农业发展银行这两家主要政策性银行2009年末融资平台贷款余额同比增速分别仅为32.6%和35.1%，显著低于同期全部金融机构地方融资平台贷款余额70.4%的增长速度,而国有商业银行和股份制商业银行的融资平台贷款余额同比增速则均远远高于国家开发银行和中国农业发展银行。考虑到各家金融机构之间的资产规模存在较大差异,针对各家机构地方融资平台贷款占全部金融机构融资平台贷款比重的统计数据可能还无法充分反映不同机构之间的经营风格差异。为此,需要进一步通过融资平台贷款集中度指标考察各家金融机构的地方融资平台贷款相对于其自身一般贷款总量的占比状况。根据中央银行的专项统计数据,截至2009年末,全部金融机构地方融资平台贷款集中度约为20.4%；除国家开发银行外,中国邮政储蓄银行、中国农业发展银行、中国光大银行、兴业银行、渤海银行和上海浦东发展银行的融资平台贷款集中度超过25%；中国民生银行、广东发展银行、恒丰银行、交通银行、中信银行、浙商银行以及作为一个整体测算的城市商业银行的融资平台贷款集中度超过20%；深圳发展银行、中国银行、中国工商银行和中国建设银行的融资平台贷款集中度超过15%。2009年全年金融机构地方融资平台新增贷款集中度约为34.5%；中国农业发展银行的新增平台贷款集中度超过70%；国家开发银行和兴业银行超过60%；上海浦东发展银行、深圳发展银行、广东发展银行、中国光大银行、交通银行和中国民生银行新增平台贷款集中度处于40%~50%

表2 110个被调查城市的融资平台贷款债务率分布状况

| 平台贷款债务率[4]=平台<br>贷款余额/(地方政府一般<br>预算收入+土地出让金收入) | 满足条件的<br>城市数 | 在110个被调查<br>城市中的数量<br>占比(%) |
|--|--------------|-----------------------------|
| 超过400%   | 8            | 7.27                        |
| 超过300%   | 17           | 15.45                       |
| 超过200%   | 42           | 38.18                       |
| 超过150%   | 62           | 56.36                       |
| 超过100%   | 91           | 82.73                       |

资料来源:中国地区金融生态环境评价课题组。



之间;中信银行、渤海银行、中国银行、中国农业银行、恒丰银行、华夏银行、中国建设银行和中国工商银行处于30%~40%之间(参见图3)。

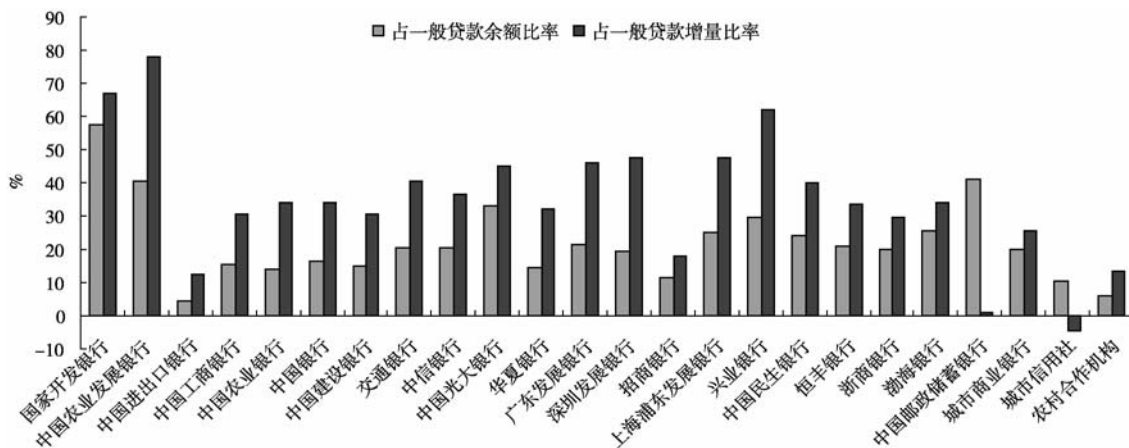


图3 2009年金融机构地方政府融资平台贷款集中度分布状况

资料来源:中国人民银行。

根据这些数据不难看出,2009年出现的一个显著变化是,国有商业银行和股份制商业银行已快速超越以国家开发银行为首的政策性银行,成为了地方融资平台信贷膨胀过程中最为主要的资金提供者。商业银行所采取的宽松的信贷政策无疑是造成地方融资平台贷款激增的直接原因。但是根据这些统计数据综合起来看,无论是内部治理结构和风险管理机制相对较为完善的股份制商业银行,还是经过一系列强有力的改革之后内部治理结构和风险管理机制已经逐步得到强化的国有商业银行,或者是股权结构较为多元化的城市商业银行,其贷款投向都越来越集中于具有深厚政府背景的地方融资平台企业,其经营风格似乎都越来越类似于作为政策性银行的国家开发银行。我们要真正寻求对地方政府债务的长效治理机制,显然不能无视这种令人感到比较奇怪的现象。国有商业银行因向地方融资平台集中放贷造成的信贷风险,容易使人联想到这些商业银行的内部治理结构和风险管理机制可能仍存在较为严重的缺陷,进而对中国过去这些年间针对银行体系的改革成效产生深度怀疑。相比较于股份制商业银行,国有商业银行的内部治理结构可能确实存在一些不足,但是从以上有关地方融资平台贷款集中度的数据分析中不难看出,不少被普遍认为内部治理结构和风险管理机制比之国有商业银行更为健全的股份制商业银行,其经营风格甚至比之国有商业银行更为激进,更加接近于政策性银行。基于这样一个明确的事实,我们有理由相信,地方政府融资平台信贷膨胀问题的主要症结可能并不完全在于商业银行体系的内部治理结构和风险管理机制<sup>①</sup>。

<sup>①</sup> 对中国大型国有商业银行的改革成效问题,过去几年曾有境外机构在分析报告中提出过一些批评。这些境外机构认为中国大型国有商业银行改革问题的要害在于政府仍然是银行部门的主要股东,并且没有任何迹象表明政府打算在近期内放弃对主要银行的控股权;由于股份制改革不彻底的原因,这些大型国有银行的实际运作几乎没有发生任何变化,许多银行仍将大量资金贷给国有企业,而且贷款也几乎完全没有根据商业风险进行定价。它们建议大型国有商业银行应该进一步分散股权结构,提高业务运作透明度,并引入“一套标准的银行经理人业绩激励机制”,通过激励银行经理人,保证银行经营业绩得到持续改进。具体可参见国际货币基金组织的工作报告 Podpiera(2006)以及标准普尔 2006年2月的研究报告《中国50大商业银行》。在此前发布的中国城市/地区金融生态评价报告中,我们曾经对这些境外机构有关中国大型国有商业银行改革成效的分析报告提出过针对性的批评。而在当前地方政府融资平台债务膨胀、商业银行平台贷款激增的情况下,又有一些海外观察家进一步提出,未来几年因地方政府债务危机造成的商业银行呆坏账高企将使得过去十年来中国对银行体系进行的改革成为一场笑话(史宗瀚,2010)。

需要强调的是,金融体系并非是一个能够独立创造金融产品和金融服务的系统,它的运行广泛涉及它赖以生存的制度环境及其政治、经济、文化、法治等各项基本环境要素;金融体系的任何微观机制都需要依托一定的宏观环境和制度条件才能得以运行。中国现阶段面临的金融风险固然有金融机构内部治理结构和风险管理机制缺陷方面的原因,更有金融业生存与发展的外部金融生态环境不良的深刻根源。中国金融业所面临的问题事实上是中国经济和政治体制转轨过程中诸多体制性矛盾累积之后的集中表现。如果这些体制性矛盾得不到有效解决,金融机构微观治理结构层面的改良并不一定能够保证金融业发挥有效的资源配置作用,金融风险同样也会发生并且积累成灾。在过去三十二年改革进程中,尽管我们不断在强调要“党政分开”、“政企分开”、“减政放权”、“松绑让利”、“转变政府职能”、“推进体制改革”,但一个非常明显的事实是,各级地方政府支配资源的能力并未因此减弱,实际上最近这些年来还存在不断加强的趋势。由于各级地方政府可以通过各种方式控制土地、矿产等基本要素资源的市场价格,并且拥有对各项经济活动的市场准入条件近乎绝对的控制能力,由此造成的结果是国民经济的运行具有很强的政府主导色彩。在这样一个政府主导基础资源配置的经济体系当中,要想廓清政府与银行之间纷繁复杂的关系绝不是一件容易的事情。

过去十年间,中国对金融体系的改革确实已经取得较为显著的进展。无论是从直接融资与间接融资的相对占比还是从两类融资方式的内部构成角度,均可以看到较为明显的融资渠道多元化的发展趋势,表明中国在构建和发展多层次金融市场体系方面的成效颇为显著。在银行体系的改革和发展层面,在内部控制和风险管理相对更为规范的股份制商业银行不断发展的同时,大型国有商业银行的内部治理结构和风险管理机制也在经过财务重组、股份制改造和股票公开上市等一系列强有力的改革之后逐步得到强化。但是对地方政府金融管理体制的改革由于牵涉政治、经济、财政、金融等各方面较为复杂的因素而相对滞后。当前的问题在于,尽管在现有的体制框架下地方政府没有进行合法融资的体制通道,并且相关监管部门也比较注意防范地方政府对金融体系的不当干预,但其强烈的融资需求却是一个客观存在的事实,而且由于政治体制改革滞后、社会诚信环境不健全等一系列制度层面的原因,地方政府实际上完全能够凭借其所掌握的对土地、矿产等基本要素资源的实际控制权以及对各项经济活动几近绝对的市场准入权限,通过各种隐形方式对金融机构施加行政影响。在这样一种政府主导经济运行的体制环境下,金融机构必然会屈从于行政权力,金融资源的配置也必然会服从于行政权力的意志。商业银行即便能够通过强化内部治理结构和风险管理机制来自政府层面的直接干预拒之门外,但是迫于经营层面上的压力,最终还是无法挣脱现行体制框架的约束。过去几年间,最初源于政策性银行的“银政合作”信贷模式之所以一度被各家主要商业银行竞相效仿,正是由于同样的体制根源。从一些地方政府债务积累过程的案例中也可以发现,即便相关的法律法规明确禁止地方政府直接举债,但是实际上地方政府却几乎总是能够通过层出不穷的融资模式“创新”绕开各种监管部门的监管规定和金融市场的准入门槛,进而实现其融资目标<sup>①</sup>。通过以上分析不难理解,地方政府正是利用这种体制性弊端才能在很大程度上掌控对金融资源的实际配置权。这意味着,当对银行体系的内部改造进行到一定阶段之后,必需通过加快体制改革、转换政府职能、强化社会信用体系建设、促进以保护债权为中心的法治环境等一系列综合改革措施,推进地方政府金融管理体制的改革,才能进一步巩固和深化金融改革的成果(周小川,2004)。

<sup>①</sup> 时红秀(2010)简要总结了这些年来一些地方政府采取的较为常见的融资模式“创新”。地方政府融资模式的演变过程实际向我们展示的是地方政府为实现融资目标如何跟金融机构以及相关监管部门博弈的过程。通过考察地方政府融资模式的演变过程,可以进一步了解地方政府是如何利用层出不穷的融资模式“创新”绕开金融市场上的各种监管规定和准入门槛,对金融机构实施隐形干预从而影响金融资源的配置结果。

值得注意的是,我们并不是在倡导一种机械的阶段论,也不认为在其他方面的体制改革没有到位之前,对银行体系的改革应该停顿。我们所要强调的是,任何单项的制度都只是整个制度环境体系其中的一个环节,要使该项制度能够发挥良性作用,需要其他相应的制度来协调和配套。在体制转轨的过程中,某些体制的改革“超前”或“滞后”引起的不协调问题都可能造成无效率的结果。这是转轨经济体的一个最基本的特征(卢峰和姚洋,2004;樊纲和胡永泰,2005)。在一些市场经济体制比较发达的国家,由于各项体制之间的协调性较好,这种因“体制之间的相互不协调”而产生的金融生态环境问题不突出,因而不需要予以特别关注;而在中国这样的体制转轨国家,解决这种因体制不协调而造成的金融生态环境问题对于推进金融体系改革就具有特别的重要意义,它不仅说明为什么在当前的体制环境下试图通过单纯的商业银行体系改革来达到遏制地方政府过度举债行为的目标几乎是一项不可能完成的任务,也可以说明为什么那种一味地鼓吹股权结构分散化的论调并没有抓住中国银行体系改革问题的关键。在当前这种政府主导基础资源配置的体制环境下,强化地方金融生态环境建设,推进地方政府金融管理体制改革,不断化解因体制不协调而造成的金融生态环境问题,弱化地方政府通过各种隐形方式对金融体系可能施加的行政影响进而遏制地方政府过度举债的行为,是中国这样一个转轨经济体在现阶段促进金融体系全面改革的过程中所需要面对的一项特殊课题。

#### 四、地方政府公共资本融资模式改革:一种双管齐下的解决方案

地方政府债务主要用于城市公共基础设施项目建设,这一事实意味着,如果我们试图从根本上解决地方政府债务治理的问题,就必须对地方政府为推进公共基础设施项目建设而进行外部融资的合理性予以充分考虑。从公共财政角度看,一个城市或地区的公共基础设施项目建设资金之所以需要通过借助外部渠道进行融资,主要是基于以下两个方面的原因:一是公共基础设施建设项目的资金需求与地方财政收入的期限结构错配问题;二是公共基础设施服务项目的建设和运行所涉及的成本与收益的代际分布问题。首先,在从项目建设运行直至废弃的整个生命周期过程中,公共基础设施项目一般具有初始建设投资资金规模相对较大、后期运行维护费用相对较低的特征,这种现金流支出的期限结构通常都显著不同于地方财政收入现金流的期限结构;后者通常相对较为稳定,并且在扣除地方政府经常性服务项目的支出(包括现有基础设施项目的运行维护费用)之后,通常都难以覆盖新建公共基础设施项目所需要的初始建设资金。其次,公共基础设施项目通常运行寿命较长,由于初始投资大、受益期限长,因此如果采用类似于现收现付制(Pay As You Go)的项目融资机制,完全利用当期地方财政收入进行融资,不仅会对当期地方财政造成极大的资金需求压力,而且会使成本和收益在当代人与后代人之间的分布失衡,进而造成代际之间的分配不公问题。基于公共基础设施项目建设资金需求与地方财政收入的期限结构差异以及基础设施服务的成本与收益的代际分布特征这两方面因素考虑,地方政府通过适度对外举债为公共基础设施项目建设进行融资具有一定的内在合理性。

城镇化是中国经济社会中长期发展战略的一个重要方面。随着经济发展水平的不断提高和城镇化建设步伐的加快推进,中国许多地方普遍面临的一个挑战是如何尽快实现城镇化所需要的公共基础设施服务项目的有效供给。值得注意的是,城市基础设施建设通常都是一个长期持续的过程,在一个城市的基础设施建设达到一定水平之前,要求地方财政安排持续的资本预算支出。图4所示的是中国几个典型城市从1999~2008年十年间的城市基础设施建设人均固定资产投资状况。从该图中可以看到,过去十年间,尽管这些城市每年的城市基础设施建设人均固定资产投资规模存在较为明显的波动,但所有城市2008年的投资规模与1999年相比增幅均极为显著;其中投资增幅最快的重庆2008年比1999年增长9.4倍,西安比1999年增长6.9倍,武汉增长4.1倍,天津



增长 3.5 倍,北京和上海在原先较高的投资水平基础上仍分别增长 1.7 倍和 1.5 倍。考虑到中国许多地方公共基础设施供给极为匮乏同时地方财政收入极为微薄的现状,地方财政预算资金不可能承担在较短时期内密集投建大量基础设施项目的庞大资金需求压力,因此一个更大的挑战在于,如何为实现公共基础设施服务项目的有效供给提供可持续的融资保障<sup>①</sup>。

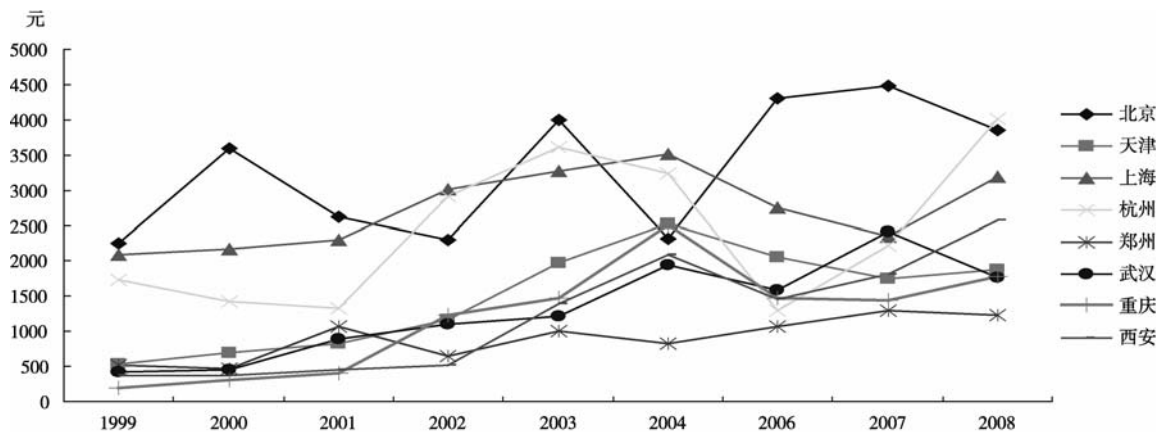


图 4 1999~2008 年城市基础设施建设人均固定资产投资状况

资料来源:历年中国城市建设统计年鉴。

地方政府为了加快推进公共基础设施项目建设而绕开各种法律和制度障碍,以便进行大规模的对外融资行动,这种政策思路主要发端于 1998 年的中央财政刺激计划。当时为应对亚洲金融危机冲击,中央允许地方政府通过变通手法进行对外融资以扩张投资规模。在 2006 年宏观调控过程中被监管部门叫停的“银政合作”与“打捆贷款”模式即肇始于此。地方融资平台作为地方政府为满足对外融资需求而采取的一种形式上看起来更为市场化的融资模式创新,是地方政府在现实的资金需求压力下为绕开现行的各种法律和制度障碍而采取的新的变通手法。地方政府通过划拨土地、股权、规费等各种资产并通过直接或者间接的政府担保方式组建地方融资平台公司,其根本目标就在于为了从形式上满足金融机构设置的融资条件和监管部门规定的准入门槛,以便获取外部融资,进而能够将资金用于由当地政府主导的公共基础设施建设项目。地方政府采取组建地方融资平台公司这种变通手法进行对外举债比之政府直接举债具有多方面的益处。首先,地方政府融资平台是独立的企业法人,符合向商业银行借贷的主体资格;其次,地方政府很容易通过财政拨款或注入土地、股权等各类资产的形式使地方融资平台达到政府投资项目资本金不低于 30% 的监管要求;再次,地方政府融资平台可以利用土地使用权甚至未来的财政补贴资金作为抵押申请商业银行贷款或者申请公开发行公司债券,而且还可以通过融资平台之间互相担保以看似市场化的方式提高信用级别。基于以上原因,地方融资平台公司对于地方政府成功绕开诸如地方财政不能列预算赤字、不能进行对外融资担保等一系列法律和制度障碍具有极大的帮助。

重庆“八大投”<sup>②</sup>模式是被各界广泛认可的地方政府融资平台的典范。在 2009 年 2 月由财政

<sup>①</sup> 实现公共基础设施服务项目的有效供给及其融资的可持续性至少涉及到两个方面的问题:一是切实保证地区间的公共基础设施服务均等化,在消除供给不足的同时还应避免过度供给;二是合理安排地方公共基础设施建设项目的投资规模和优先顺序,防止因短期密集投建导致建设资金难以为继的问题。

<sup>②</sup> 2002 年,时任重庆市副市长的黄奇帆同志借鉴“上海模式”,牵头整合各类分散的政府资源,在此基础上组建了重庆“八大投”,即重庆城投公司、高发公司、高投公司、地产集团、建投公司、开投公司、水务控股和水投公司。这“八大投”由重庆政府拥有、授权经营,目前已经成为重庆基础设施、城市建设等公共领域重要的投融资平台,截至 2009 年初,重庆“八大投”资产总额达 3300 亿元人民币。

部、世界银行和重庆市政府联合举办的“城市基础设施建设投融资”国际研讨会上,重庆“八大投”模式曾受到一些世界银行官员的推崇,重庆经验更被认为对中国其他城市的发展建设具有借鉴意义。2009年3月,面对全球金融危机造成的严峻形势和宏观经济的持续下行压力,为解决中央提出的4万亿经济刺激计划中地方配套资金的来源问题,中央银行和银监会联合发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》,提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台,发行企业债、中期票据等融资工具,拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”。随后的事实表明,推广开来之后的地方融资平台暴露出不少问题。尽管地方融资平台具有形式上的独立性,但其最终信用主体仍是地方政府,因而其债务偿付能力与地方政府的财政状况密切相关。值得注意的是,地方政府通过直接或间接的担保措施利用地方融资平台公司进行融资,而不是以自身的名义直接进行借贷,从地方政府资产负债表的角度来看,实际上相当于把原先的常规负债项目转变成表外融资业务;换言之,原先的常规负债项目通过融资平台这个中间环节之后已经变成了地方政府的或有负债。通过这样一种变通处理之后,地方政府债务实际上就从账面上被隐匿了;再经过地方融资平台之间的交叉担保等一系列看似市场化的运作之后,地方政府的或有债务很多时候就不会被外界所关注<sup>①</sup>。在地方政府融资平台的债务问题开始暴露并引起广泛关注之前,很大程度上正是由于它所造成的地方政府债务隐形化的趋势,再加上有土地财政的支撑,才会使得地方政府的债务风险问题一度被忽视。从这个角度来看,地方政府通过组建地方融资平台绕开有关对外融资的法律和制度障碍的过程,同时也是一个地方政府债务隐形化的过程。

当前由于地方政府融资平台所导致的地方政府债务隐形化趋势不仅跟地方政府债务治理的政策目标背道而驰,同时也不符合公共财政体制建设和投融资体制改革的发展方向。地方政府债务隐形化造成的最主要的问题是使得金融机构和监管部门很难对债务风险进行有效监控,因而也就谈不上对可能引发的财政风险和金融风险进行预警,由此更容易造成地方政府过度举债和过度投资的问题。从更深层次上讲,地方政府过度举债可能会造成微观和宏观两方面的经济成本。因少数地方政府融资平台过度举债引发的局部的财政风险和金融风险还只能说是微观层面的经济成本——地方融资平台一旦无法清偿债务可能会产生拖欠,进而使商业银行等金融机构产生不良资产,严重的可能诱发局部债务危机。相比较而言,地方政府过度举债可能导致的宏观经济成本更加不容忽视。从当前的情况来看,对于因地方政府过度举债可能导致的以下三个方面的宏观经济成本应该予以高度关注:一是对经济结构调整可能产生的不利影响。在2009年应对国际金融危机冲击的背景下,中央制定了十大产业振兴规划,以期在强力拉动中国经济增长的同时优化产业结构,转变经济发展方式;而根据我们的调查,一些地方政府在规划范围之外自行融资建设的项目却往往是导致“两高一资”产业持续维持甚至死灰复燃的主要原因。二是对国有商业银行改革成效可能造成的负面影响。尽管少数股份制商业银行的策略可能比大型国有商业银行更为激进,但是这些大型国有商业银行在对地方融资平台贷款的过程中仍然稳健不足却是一个不争的事实;如果国有商业银行在此前剥离的2万亿不良资产尚未消化完毕的情况下再次积聚巨额不良资产,将对银行体系的改革成效造成极为沉重的打击。三是对缓解宏观经济失衡可能造成的不良影响。在推动宏观经济持续增长的动力机制问题上,中国经济过度依赖出口和投资;改变现状的必由之路是实现胡锦涛主席所倡导的“包容性增长”,切实提高家庭消费在GDP中所占的比例;但是如果家庭部门要被迫承受较低的储蓄利率和收入增长为地方政府造成的坏账埋单,那么“让家庭部门分享经济

<sup>①</sup> 例如,被广泛认为是地方政府融资平台典范因而被各地政府竞相效仿的重庆“八大投”曾经公开对外宣称:政府财政不直接为“八大投”做担保,“八大投”互相之间也不能担保。但是在大公国际为重庆交旅集团出具的2008年度公司债券信用评级报告中却特别强调,重庆水投集团为交旅集团拟发行的15亿元人民币公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

增长的成果”将成为一句空话，而宏观经济失衡的问题恐怕也很难真正得到缓解<sup>①</sup>。

从2009年下半年以来，针对地方政府融资平台债务的清理、整顿和规范工作已经在开始逐步推进。国务院在于2010年6月10日下发的“国发〔2010〕19号文件”《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》当中进一步明确提出要对地方政府融资平台公司进行分类清理整顿。我们认为，“国发〔2010〕19号文件”中提出禁止地方政府融资平台公司为主要依靠财政性资金偿还债务的公益性项目融资并且要求对只承担此类公益性项目融资任务的融资平台公司进行清理处置的规定，对于切断地方财政跟融资平台公司之间的隐形债务关系而言非常必要；而要求具有稳定经营性收入的公益性项目及其融资平台公司完善治理结构实现商业化运作并且推向市场引入民间资本的规定，也可谓拓宽公共基础设施建设资金来源的应时之举。从总体上看，这些规范性要求的出台既有利于促进对地方政府现有债务问题的治理，也有利于在一定程度上抑制地方政府继续过度举债的行为，从而起到缓解地方政府债务风险的作用。但从“国发〔2010〕19号文件”出台前后及财政部、发改委、中国人民银行、银监会等四部门关于贯彻“国发〔2010〕19号文件”相关事项的联合通知下发前后，相关部门与地方政府之间就清理整顿地方融资平台的具体实施细则而展开的激烈博弈过程以及相关文件规定最终所作出的妥协结果来看，当前对地方政府融资平台的清理力度存在明显不足。我们认为，无论是为了推进地方政府金融管理体制的改革，限制地方政府通过各种隐形方式对金融体系施加不当干预从而遏制地方政府过度举债，还是为了构建可持续的地方政府公共资本融资模式，强化公共投资计划的资本预算约束从而防止地方政府过度投资，通过彻底清理整顿地方融资平台促进地方政府债务信息的阳光化和透明化都是必须迈出的关键一步，但必须强调的是，这只是第一步。

当前为加快推进地方政府金融管理体制的改革，真正构建地方公共基础设施建设的可持续融资模式，特别需要一种双管齐下的解决法案：一是彻底改变当前以地方政府融资平台为主体、以土地储备作为抵押支持、以银行信贷作为主要资金来源的地方政府融资模式，构建以市政债券市场为基础的多元化的地方政府公共资本融资模式，促进地方债务的显性化和透明化；二是促进地方政府职能的根本性转变，围绕公共财政建设和服务型政府建设的体制改革目标，推进各级地方政府财政预算及其执行情况的透明化，强化对公共基础设施建设的长期投资计划及其资本预算约束。

我们的分析表明，如果没有更加广泛的市场参与度，在当前以地方融资平台为主体的地方政府公共资本融资模式下，由商业银行单独面对具有强大资源支配能力的地方政府，不管是要防范地方政府对信贷资源配置的行政影响还是要限制其过度举债，都是几乎不可能达成的目标。实际上，不管地方政府融资平台是直接通过商业银行贷款、还是通过发行城投债券或者发行信托产品进行融资，只要地方融资平台的债务没有被统一纳入到地方财政的预算体系当中，这种由于多本账或者账外账所造成的地方政府债务和财务信息不透明以及由此导致的不良影响就很难消除。为了更好地促进地方债务的显性化和透明化，当前需要考虑采取以下几个方面的政策措施，从而能够彻底改变当前以地方政府融资平台为主体、以土地储备作为抵押支持、以银行信贷作为主要资金来源的地方政府融资模式，构建以市政债券市场为基础的多元化的地方政府公共资本融资模式：首先，经过清理整顿之后继续留存的绝大多数地方政府融资平台公司都应该真正确立独立的

<sup>①</sup> 本文前面部分曾经指出，在2009年下半年地方政府融资平台信贷膨胀问题暴露之初，正是由于监管较为困难的原因，才会使监管部门一时间对地方融资平台的债务规模没有一个准确的统计，从而引起国际市场上一些夸大真实情况的猜测，更使得对现阶段中国地方政府债务风险的评估在一定程度上转向对最近一轮经济刺激政策效果和经济回升质量的评价，甚至转向对中国经济中长期发展前景的评判，进而在国际市场引发一些看空中国经济的言论和做空中国经济的投机行为。由此不难看出地方政府债务模糊化和隐形化可能造成的严重危害。



市场主体地位;为此,应该使其完全与地方政府脱钩,彻底改变原先以土地储备作为抵押支持的融资模式;同时鼓励其通过引入民间资本促进投资主体多元化。其次,构建以市政债券市场为基础的地方政府公共资本融资模式,对于具有稳定经营性收入的公益性项目,允许相关的经营机构通过发行市政收益债券(revenue bonds)进行融资,并以发债项目未来收益作为偿债资金来源,此前发行的城投债券今后可考虑转换为此类收益债券<sup>①</sup>;对于主要依靠财政性资金偿还债务的公益性项目,应该允许地方政府发行一般责任债券(General Obligation Bonds)进行融资,并以地方财政收入作为偿债资金的来源。最后,地方政府应该把不具有真正独立地位的地方融资平台统一纳入地方财政预算,此类地方融资平台确实需要通过金融市场进行外部融资的,应该在地方财政和债务信息进一步透明化的基础上,把外部融资纳入地方政府总体债务规模当中,实行严格的限额管理,并纳入统一的征信系统。

从地方政府债务治理的长效机制建设角度考虑,除了通过对地方融资平台债务的清理整顿化解当前面临的地方政府债务风险进而构建以市政债券市场为基础的多元化的地方政府公共资本融资模式之外,更为关键的一点是需要进一步强化对地方政府的资本预算约束。地方政府几乎总是具有突破预算约束限制进而扩大财政支出规模的强烈冲动。在2004~2007年间中央政府进行宏观调控的过程中,针对地方政府项目投资居高不下的现象,人们议论最多的就是地方政府在“政绩驱动”之下“攀比GDP增长”、“地方与中央进行政策博弈”的问题。有鉴于此,当时中央曾提出实行绿色GDP核算,并尝试将环境保护、民意调查、安全生产等指标纳入干部政绩考核体系,这些深化干部人事制度改革的举措无疑都是阻断政绩考核的利益驱动机制的必要举措。但是值得注意的是,除了一些完全以“形象工程”或“政绩工程”为出发点的案例之外,地方政府扩张公共投资的动力也可能并不仅仅只是源于追求经济增长型的“政绩驱动”。长期以来,由于从中央到地方都存在盲目追求GDP增长的片面倾向,因此许多地方政府在把大量资金投入经济建设领域的同时忽略了对基础教育、医疗卫生以及环境建设等方面的投资需求,从而造成城市基础设施和公共服务项目建设欠账过多的局面。现阶段如果试图在较短时期内从根本上改善这种状况,可能就不得不依赖于大量负债。如果像当前一些地方政府所提出的那样,要在短期内把长期的历史欠账全都补上,即使不考虑各地政府时不时冒出的“形象工程”、“政绩工程”等各种问题,这样的思路仍可能造成过度举债和过度投资的问题,道理非常简单,因为现有的地方财政体系不可能支撑规模如此庞大的资本支出需求。因此,当前如果试图真正有效地控制地方政府债务规模,就必须强化对地方政府进行公共基础设施投资的资本预算约束,从而能够适度控制地方政府主导的城镇化发展进程。

强化公共基础设施建设投资的资本预算约束的核心要义在于,城市基础设施建设是一个长期持续的过程,在一个城市的基础设施建设达到一定的水平之前,通常都要求地方财政为此安排持续的资本性预算支出。为此,促进可持续的城市基础设施建设通常都需要在审慎设计的城市发展规划基础上寻求一个可持续的融资机制。但是,当前中国许多地方的公共基础设施建设项目乃至城市发展总体规划,从设计论证到实施运行的各个环节通常都缺乏审慎的系统规划、广泛的公众参与和严格的资本预算,从而使得城市发展总体规划与地方财政预算严重脱节,不少地方的城市发展总体规划当中甚至都没有什么实质性的公共资本投资预算计划。由此往往导致城市基础设施的建设普遍缺乏系统性,通常是哪个具体项目能获得资金就先行启动,在项目启动之后发现项目

<sup>①</sup> 地方融资平台公司发行的城投债券的信用风险显著高于市政收益债券。由于地方政府跟融资平台具有形式上的独立性,因此一旦融资平台发行的城投债券发生实质性风险,地方政府大可以撇清干系,以中立的协调者身份进行干预,同时通过创设新的融资平台重新进入市场进行融资;由于发行市政债券的过程中不存在这种因地方政府多重身份可能造成的问题,其约束力度明显要高于城投债券。另外,考虑到如果今后不同的融资平台公司每年连续有城投债券发行的话,当前采取的城投债券3年期限以保证本届政府在任内还款的措施基本也是形同虚设。

建设资金预算不足就被迫追加预算；考虑到相关监管部门不会对在建工程采取强硬的清理整顿措施而造成实质性的损失，当前最理想的城市建设模式就是利用有限的资金在短期内启动尽可能多的建设项目。至于什么样的公共基础设施项目投建顺序最符合社会福利最大化的目标或者说如何从社会发展角度安排项目建设的优先顺序，这样的问题往往不在一些地方公共资本投资决策的议事范围之内。由此可以看出，要建立针对地方政府债务问题的长效治理机制，仅仅从融资机制改革层面入手是不够的，同时还需要确立对地方政府公共资本投资的强有力的资本预算约束机制，只有在此基础上，才能谈得上建立可持续的地方政府公共资本融资机制或者有效控制地方政府债务规模的问题。

## 五、结论与政策建议

改革开放三十二年来，工业化和城镇化一直是中国经济发展的两个主要引擎。通过考察中国经济发展过程中工业化和城镇化之间的相互关系可以看到，工业化迄今为止一直占据着主导地位，城镇化虽然也有较大发展，但在很大程度上只是由工业化所“引致”的结果（郭克莎等，2002）。工业化先导是中国发展道路的优势之一，它避免了拉美地区及其他一些发展中国家在经济发展过程中城市过度膨胀的诸多弊端。但不可否认的是，现有的发展模式也存在一些需要进一步调整的问题。长期以来由于片面追求GDP增长从而忽略基础教育、医疗卫生、环境保护、社会保障等方面的需要所造成的公共服务和基础设施建设欠账过多的问题亟待改进。中国当前的工业化进程就总体而言已进入中后期阶段，而城镇化发展的进程则方兴未艾。工业化和城镇化并举并且逐步向以城镇化为主导的方向转移将是中国未来发展的一个重要趋势。这种转型将有助于逐步改变中国经济当前面临的城乡收入差距过大、社会事业发展滞后、经济增长过度依赖外需等一系列问题。中央“十二五规划建议”也已及时指出了这一新的发展趋势。但是由于历史欠账过多，现阶段如果要从根本上改善城镇化所要求的公共服务和基础设施状况，必需应对新的发展趋势对于财政和金融体制改革所提出的一系列新课题，进一步拓宽公共基础设施建设投资的资金渠道，加快推进地方政府金融管理体制改革，构建可持续的地方政府公共资本融资机制。中央“十二五规划建议”明确提出了“完善地方政府金融管理体制”的改革任务，这在中国金融改革历史上尚属首次。考虑到今后一段时期城镇化建设的投资任务主要集中在地方层面，而当前不仅缺乏地方政府对外融资的合法体制通道，同时也缺乏对地方政府举债规模和资本预算真正有效的约束机制，就不难理解此项改革任务的关键之所在。

本文通过对地方政府融资平台债务状况的分析表明，彻底改变当前以地方政府融资平台为主体、以土地储备作为抵押支持、以银行信贷作为主要资金来源的地方政府融资模式，构建以市政债券市场为基础的多元化的地方政府公共资本融资模式，促进地方债务的显性化和透明化，是现阶段推进地方政府金融管理体制改革的关键。地方政府通过组建地方融资平台绕开有关对外融资的法律和制度障碍的过程，同时也是一个地方政府债务隐形化的过程；地方政府债务隐形化造成的主要问题是使得金融机构和监管部门很难对债务风险进行有效监控，因而也就谈不上对可能引发的财政风险和金融风险进行预警，由此更容易造成地方政府过度举债的问题。地方融资平台所导致的地方政府债务隐形化趋势不仅跟地方政府债务治理的目标背道而驰，同时也不符合公共财政体制建设的发展方向。不管地方政府融资平台是直接通过商业银行贷款、还是通过发行城投债券或者发行信托产品进行融资，只要地方融资平台的债务没有被统一纳入到地方财政预算当中，这种由于多本账或者账外账所造成的地方政府债务和财务信息不透明以及由此导致的不良影响就很难消除。此外，地方政府过度举债从某种程度上说也是由于对公共基础设施建设的投资失控所

致。中国当前面临的突出问题在于缺乏有效的体制和机制来遏制地方政府通过过度举债进行投资的持续冲动。由于地方政府能够通过层出不穷的融资模式“创新”绕开各种市场准入门槛获取外部融资,绝大多数地方的城市发展总体规划当中甚至没有实质性的公共资本长期投资计划和资本预算约束。因此,当前要完善地方政府金融管理体制,建立针对地方政府债务问题的长效治理机制,仅仅从融资体制改革层面入手是不够的;还需要进一步强化公共基础设施建设投资的资本预算约束,从而为城市建设构建真正可持续的公共资本融资机制。

为了构建地方政府公共资本投资的可持续融资模式,推进和完善地方政府金融管理体制,现阶段需要一种综合性的解决方案:首先,经过目前阶段清理整顿之后绝大多数地方融资平台公司应该真正确立独立的市场主体地位,完全与地方财政脱钩,彻底改变原先以隐性财政担保或以土地储备抵押支持的融资模式,同时鼓励其通过引入民间资本促进投资主体多元化;其次,大力发展市政债券市场,构建以市政债券市场为基础的地方公共资本融资模式,对于具有稳定经营性收入的公益性项目,允许相关的项目经营机构通过发行市政收益债券进行融资,以发债项目的未来收益作为偿债资金的来源,此前发行的城投债券今后可考虑转换为此类市政收益债券;对于主要依靠财政性资金偿还债务的公益性项目,可允许地方政府发行一般责任债券进行融资,以地方财政收入作为偿债资金的来源;第三,要求地方政府把不具有真正独立地位的地方融资平台统一纳入地方财政预算,此类地方融资平台如确实需要通过金融市场进行外部融资,应在地方财政和债务信息进一步透明化的基础上,把外部融资纳入地方总体债务规模当中,实行严格的限额管理,并纳入统一的征信系统;第四,通过对市政债券信用状况进行连续评级以及对地区金融生态环境和地方政府信用状况的外部评价,利用公开市场投资者“以脚投票”的市场压力强化对地方政府的债务约束;第五,通过切实强化公共基础设施建设项目的长期投资计划和资本预算约束,从而能够适度控制地方政府主导的城镇化发展进程,为城市建设构建真正可持续的公共资本融资机制。

#### 参考文献

- 蔡昉、都阳(2003):《转型中的中国城市发展——城市级层结构、融资能力与迁移政策》,《经济研究》,第6期。
- 樊纲、胡永泰(2005):《“循序渐进”还是“平行推进”?——论体制转轨最优路径的理论与政策》,《经济研究》,第1期。
- 方红生、张军(2009):《中国地方政府竞争、预算软约束与扩张偏向的财政行为》,《经济研究》,第12期。
- 冯兴元(2001):《中国辖区政府间竞争理论分析框架》,天则经济研究所内部文稿系列。
- 傅勇、张晏(2007):《中国式分权与财政支出结构偏向:为增长而竞争的代价》,《管理世界》,第3期。
- 龚锋、卢洪友(2009):《公共支出结构、偏好匹配与财政分权》,《管理世界》,第1期。
- 郭克莎等(工业化与城市化协调发展研究课题组)(2002):《工业化与城市化关系的经济学分析》,《中国社会科学》,第2期。
- 郭庆旺、贾俊雪(2006):《政府公共资本投资的长期经济增长效应》,《经济研究》,第7期。
- 郭庆旺、贾俊雪(2006):《地方政府行为、投资冲动与宏观经济稳定》,《管理世界》,第5期。
- 韩俊(2002):《中国县乡公共财政危机:表现、成因、影响与治理——湖北省襄阳县、河南省鄢陵县、江西省泰和县案例研究》,中国农村公共财政国际研讨会会议报告。
- 何梦笔(1999):《政府竞争:大国体制转型理论的分析范式》,德国维藤大学讨论文稿第42期中译文,陈凌译。
- 胡静林等(2006):《关于中国城市负债问题的调研报告》,财政部经济建设司调研报告。
- 贾康、白景明(2002):《县乡财政解困与财政体制创新》,《经济研究》,第2期。
- 李扬(2007):《公共设施中长期融资与中国经济发展》,《中国金融》,第20期。
- 李扬等(中国地方政府竞争课题组)(2002):《中国地方政府竞争与公共物品融资》,《财贸经济》,第10期。
- 李永友、沈坤荣(2008):《辖区间竞争、策略性财政政策与FDI增长绩效的区域特征》,《经济研究》,第5期。
- 刘生龙、胡鞍钢(2010):《基础设施的外部性在中国的检验:1988-2007》,《经济研究》,第3期。
- 刘焯辉、沈可挺(2009):《全球金融危机背景下的中国地区金融风险》,载于《中国地区金融生态环境评价(2008-2009)》(李扬、张涛主编),中国金融出版社。
- 吕炜、王伟同(2008):《发展失衡、公共服务与政府责任——基于政府偏好和政府效率视角的分析》,《中国社会科学》,第4期。
- 卢峰、姚洋(2004):《金融压抑下的法治、金融发展和经济增长》,《中国社会科学》,第1期。
- 马骏、刘亚平(2005):《中国地方政府财政风险研究:“逆向软预算约束”理论的视角》,《学术研究》,第11期。



- 乔宝云等(2005):《中国的财政分权与小学义务教育》,《中国社会科学》,第6期。
- 沈可挺(2004):《资源管理体制挑战货币政策效力》,《中国社会科学院院报》,9月9日。
- 沈可挺(2007):《地方与中央:投资冲动与可持续发展》,载于《中国环境与发展评论(第三卷)》(郑易生主编),中国社会科学出版社。
- 沈可挺、郑易生(2006):《资源供给冲击与宏观经济波动——重新理解中国经济增长》,《数量经济技术经济研究》,第6期。
- 沈坤荣、付文林(2006):《税收竞争、地区博弈及其增长绩效》,《经济研究》,第6期。
- 沈立人、戴园晨(1990):《我国“诸侯经济”的形成及其弊端和根源》,《经济研究》,第3期。
- 时红秀(2005):《中国地方政府的债务:一个理论解释》,《中国社会科学评论(第3卷)》(张曙光、邓正来主编),法律出版社。
- 时红秀(2007):《财政分权、政府竞争与中国地方政府的债务》,中国财政经济出版社。
- 时红秀(2010):《地方政府债务出路问题再讨论》,《银行家》,第3期。
- 史宗瀚(2010):《中国地方政府的债务问题:规模测算与政策含义》,北京大学中国教育财政科学研究所简报,第41期。
- 王世磊、张军(2008):《中国地方官员为什么要改善基础设施?——一个关于官员激励机制的模型》,《经济学(季刊)》,第2期。
- 魏加宁等(国务院发展研究中心宏观经济部课题组)(2004):《关于中国的地方债务问题及其对策思考》,地方债问题国际研讨会会议报告。
- 徐现祥、王贤彬、舒元(2007):《地方官员与经济增长——来自中国省长、省委书记交流的证据》,《经济研究》,第9期。
- 张军(2005):《为增长而竞争:中国之谜的一个解读》,《东岳论丛》,第4期。
- 张军等(2007):《中国为什么拥有了良好的基础设施?》,《经济研究》,第3期。
- 张维迎、栗树和(1998):《地区间竞争与中国国有企业的民营化》,《经济研究》,第12期。
- 中国地区金融生态环境评价课题组(中国社会科学院金融研究所)(2007):《中国地区金融生态环境评价(2006-2007)》,中国金融出版社。
- 中国地区金融生态环境评价课题组(中国社会科学院金融研究所)(2009):《中国地区金融生态环境评价(2008-2009)》,中国金融出版社。
- 中国地区金融生态环境评价课题组(中国社会科学院金融研究所)(2010):《中国地区金融生态评价报告(2010):地方政府债务治理与区域金融生态环境建设》,中国社会科学院金融研究所研究报告。
- 中国经济增长与宏观稳定课题组(中国社会科学院经济研究所)(2006):《增长失衡与政府责任——基于社会性支出角度的分析》,《经济研究》,第10期。
- 周黎安(2004):《晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因》,《经济研究》,第6期。
- 周黎安(2007):《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》,《经济研究》,第7期。
- 周小川(2004):《完善法律制度 改进金融生态》,在《长安论坛(经济学50人论坛)》上的演讲。
- 周雪光(2005):《“逆向软预算约束”:一个政府行为的组织分析》,《中国社会科学》,第2期。
- 周业安(2003):《地方政府竞争与经济增长》,《中国人民大学学报》,第1期。
- 周业安(2009):《中国地方政府竞争30年》,《教学与研究》,第11期。
- 周业安、王曦(2008):《中国的财政分权与教育发展》,《财政研究》,第11期。
- 周业安、章泉(2008):《财政分权、经济增长和波动》,《管理世界》,第3期。
- Blanchard, O. and A. Shleifer (2001): “Federalism with and without Political Centralization: China Versus Russia”, *Palgrave Macmillan Journals*, 48, 171-179.
- Blecher, M. (1991): “Developmental State, Entrepreneurial State: The Political Economy of Socialist Reform in Xinji Municipality and Guanghan County”, In White, G. (ed.), *The Road to Crisis: The Chinese State in the Era of Economic Reform*, London: Macmillan.
- Jin, H., Y. Qian and B. Weingast (2005): “Regional Decentralization and Fiscal Incentives: Federalism, Chinese Style”, *Journal of Public Economics*, 89, 1719-1742.
- Lin, J. and Z. Liu (2000): “Fiscal Decentralization and Economic Growth in China”, *Economic Development and Cultural Change*, 49, 1-22.
- Montinola, G., Y. Qian and B. Weingast (1995): “Federalism, Chinese Style: The Political Basis for Economic Success in China”, *World Politics*, 48, 50-81.
- Qian, Y. and B. Weingast (1996): “China’s Transition to Markets: Market-Preserving Federalism, Chinese Style”, *Journal of Policy Reform*, 1, 149-185.
- Oi, J. (1992): “Fiscal Reform and the Economic Foundations of Local State Corporatism in China”, *World Politics*, 45, 99-126.
- Oi, J. (1999): *Rural China Takes Off: Institutional Foundations of Economic Reform*, Berkeley: University of California Press.
- Podpiera, R. (2006): “Progress in China’s Banking Sector Reform: Has Bank Behavior Changed?”, Working Paper, IMF, No. WP/06/71.

(责任编辑:赵一新)